



美债利率加速走高带来的风险与机会

■ **为何需要关注美债利率的变动：**年初至今，美债 10Y 利率强势突破 1.5%，上行幅度已超过 60BP，利率曲线也正加速陡峭化。美债利率作为全球最重要的无风险利率，是大类资产定价的锚之一。而利率背后所隐含的市场对宏观经济以及政策的预期，也同样将在其他资产中同步体现。因此，未来利率将如何演绎，对大类资产又将产生何种影响，将是今年在资产配置中需要明确的关键问题之一。

■ **美债利率未来趋势：**我们认为美债利率的上行趋势仍将延续，年内可能会上碰 1.8%-2.0% 的位置。从节奏上来说，我们认为疫苗对经济的提振将从 Q1-Q2 逐渐显现，并于 Q3-Q4 达到最大化，届时无论是经济的复苏还是超常规货币政策提前退出的预期都将明显上升。因此，尽管下半年美国名义增速由于基数效应出现同比走弱，但预计美债利率也仍然能够维持震荡向上。

■ **利率上行对大类资产的传导：**利率的趋势性走高一般映射着复苏、过热或是滞胀的经济周期，大类资产也需沿着这 3 种宏观场景进行配置。在经济复苏以及过热期，风险资产（工业大宗、权益）表现往往好于避险资产（债券、黄金）；而在经济滞胀期，受益于通胀的商品类资产则往往强于权益以及债券类资产，市场也容易出现“股债双杀”的局面。也就是说，长端利率背后所代表的宏观、政策环境不同，对大类资产影响的方向也会有所差异。

■ **利率上行对大类资产的影响：**我们认为海外资本市场继续交易复苏以及再通胀的趋势不会改变，风险资产的表现将强于避险资产。**中国国债：**利率上行空间有限，Q2-Q3 或逐渐筑顶。中债利率的上行幅度、速率相对美债来说都较为有限，中债利率也有望在 Q2-Q3 逐渐筑顶。**外汇：**弱美元持续时间有限，人民币先强后弱。部分利多美元的逻辑已经逐渐确立，弱美元的持续时间预计较为有限，美指在今年或有望走出见底回升的形态，人民币也将先强后弱。**黄金：**实际利率修复上行，降低黄金配置比例。低美元实际利率驱动金价上行的逻辑已经被破坏，建议降低黄金的配置比例。**权益：**美股若高位回调应为短期行为，对 A 股存在情绪影响。若美债利率继续拉升，美股可能会出现阶段性回调，但其强势趋势未被打破。此外，美股的短期下跌将对 A 股产生利空影响，这一风险需要留意。

陈峤

资本市场研究员

☎：0755-88259976

✉：chenqiao426@cmbchina.com

刘东亮

资本市场研究所所长

☎：0755-83167787

✉：liudongliang@cmbchina.com

VISIT...

LANZAROTE
Caliente.COM

目录

一、美债利率加速上行引发市场高波动	1
二、前瞻展望：利率将继续震荡向上	1
三、资产配置：利率上行对大类资产的影响	3
（一）利率上行对大类资产的传导	3
（二）利率上行对大类资产的影响	4
1. 中国国债：利率上行空间有限，Q2-Q3 或逐渐筑顶	4
2. 外汇：弱美元持续时间有限，人民币先强后弱	5
3. 黄金：实际利率修复上行，降低黄金配置比例	6
4. 权益：美股若高位回调应为短期行为，对 A 股存在情绪影响	7

图目录

图 1: 美债 10Y 利率不断向上突破, 利率曲线正加速陡峭化	1
图 2: 美国 PMI 已从去年 4 月的“坑底”中修复	2
图 3: 每百人新冠疫苗接种量: 接种稳步推进, 美国接种速率远高于欧洲重点国家 (除英国)	2
图 4: 原油等大宗商品引导通胀预期上行	2
图 5: “凯恩斯主义”回归, 美国政府支出激增	2
图 6: 美国经济活动修复将呈 S 型	3
图 7: 2021 年美国 GDP 同比将于二季度达到峰值	3
图 8: 中债利率和美债利率近期出现同步上行	4
图 9: 美欧利差上行	5
图 10: 美欧疫情剪刀差急剧缩窄	5
图 11: 美国双赤字规模较高	6
图 12: 欧洲 2 月的 PMI 数据仍然偏强	6
图 13: 实际利率对名义利率的贡献开始增多	7
图 14: 黄金跟随实际利率上行出现下跌	7
图 15: 2013 年出现缩减恐慌, 美股阶段性下跌	8
图 16: 2018 年美联储态度鹰派, 美股阶段性下跌	8
图 17: 金融危机以来, 美债利率上行往往与美股上涨呈现趋势性同步	9



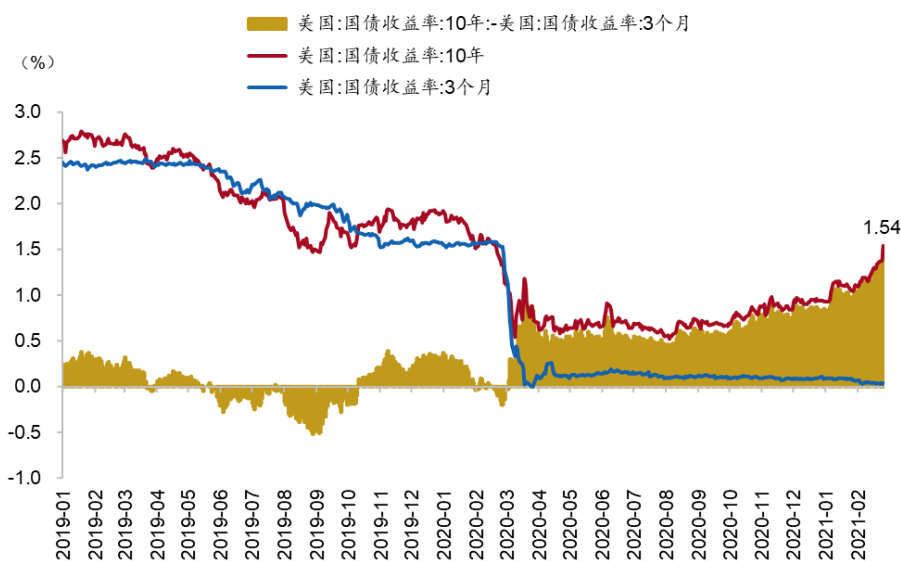
一、美债利率加速上行引发市场高波动

随着美国经济逐渐从“新冠衰退”向“复苏”切换，美债长端利率出现同步式上行。年初至今，美债 10Y 利率强势突破 1.5%，上行幅度已超过 60BP，利率曲线也正加速陡峭化。

与此同时，不断上行的利率也带来了一系列的连锁反应，包括黄金的下跌以及美元的弱反弹等。此外，估值已经偏贵的美股是否会因不断上冲的利率而出现高位下跌也成为了市场开始担忧的议题。

美债利率作为全球最重要的无风险利率，其会通过估值、利差、融资成本等角度影响美股、汇率、商品以及债券等资产，是全球大类资产定价的锚之一。而利率背后所隐含的市场对宏观经济以及政策的预期，也同样将在其他资产中同步体现。因此，未来美债利率将如何演绎，对其他大类资产又将产生何种影响，将是今年在资产配置中需要明确的关键问题之一。

图 1：美债 10Y 利率不断向上突破，利率曲线正加速陡峭化



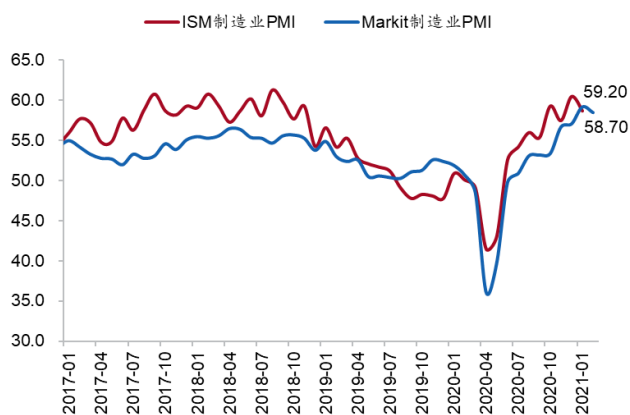
资料来源：Wind、招商银行研究院

二、前瞻展望：利率将继续震荡向上

我们认为，美债利率的趋势性走高逻辑来源于以下三个方面：

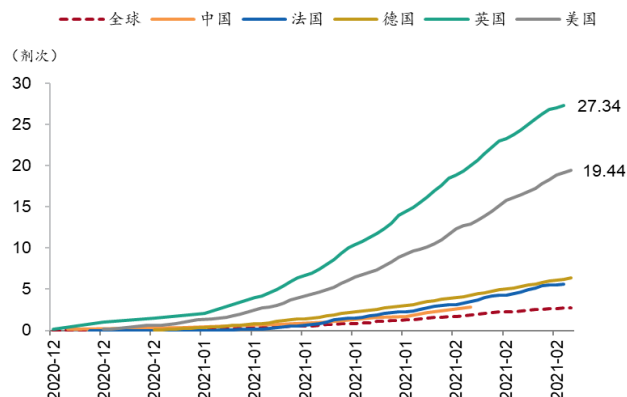
第一，美国经济正处于复苏象限。随着疫情对经济的负面冲击逐渐褪去，美国经济从去年下半年开始已经进入到弱复苏的路径当中，美债利率也从去年 8 月就开启了缓慢上行的通道。此外，疫苗的规模接种已于去年年底在全球范围内稳步推进，而美国在疫苗接种中属于“优等生”，经济修复预期进一步升温，这也带动了美债利率的加速上行。

图 2：美国 PMI 已从去年 4 月的“坑底”中修复



资料来源：Wind、招商银行研究院

图 3：每百人新冠疫苗接种量：接种稳步推进，美国接种速率远高于欧洲重点国家（除英国）

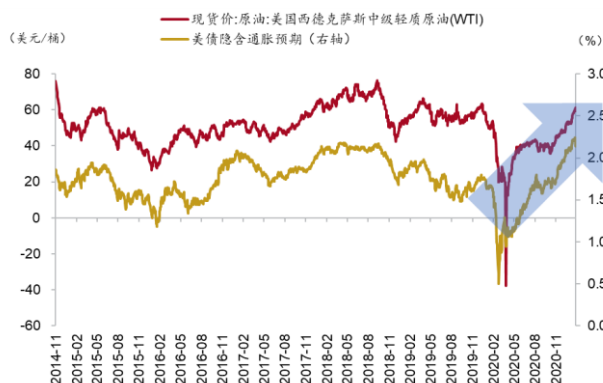


资料来源：Wind、招商银行研究院

第二，再通胀预期的重建。去年在经历了负油价的冲击后，美国通胀被打入谷底。但随着需求侧的逐步回暖，叠加美联储提供了极度宽松的货币流动性，美国也开启了重建再通胀的脚步。今年以来，原油、有色等工业大宗价格不断突破上行，也引导着市场中的通胀预期进一步向上，同时也推动了美债利率的加速走高。

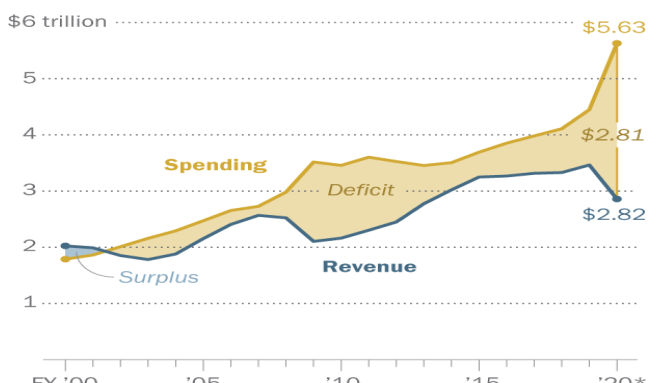
第三，大规模财政刺激预期的激化。疫情爆发以来，美国政府共推出了 4 轮共近 4 万亿美元的财政刺激方案，对疫后经济复苏起到了至关重要的作用。另外，今年年初民主党在国会两院实现“蓝营横扫（Blue Sweep）”后，基本扫除了拜登政府在立法道路中的障碍，市场开始计入更大规模的财政支出预期，这不仅仅会从供应端给美债带来负面压力，同时也会强化经济复苏以及再通胀逻辑，并进一步推高利率水平。

图 4：原油等大宗商品引导通胀预期上行



资料来源：Wind、招商银行研究院

图 5：“凯恩斯主义”回归，美国政府支出激增



资料来源：Pew Research Center、招商银行研究院

展望未来，我们认为美债利率的上行趋势仍将延续，年内可能会上碰 1.8%-2.0% 的位置。从节奏上来说，美国 GDP、通胀同比增速将于 Q2 达到顶

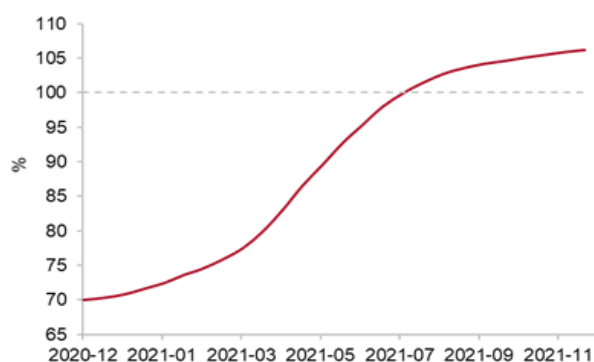


峰后趋于回落。但是，同比指标由于低基数因素在今年出现“统计性问题”，可参考性变弱。因此，我们认为同比指标的下滑也无法代表经济需求出现实际性的萎缩，美债利率也未必会在年中附近的位置出现同步下行。

在同比指标引导作用弱化的背景下，实际经济活动的运行或更多受到疫苗接种进程的影响。根据美国公布的全民接种疫苗计划来看（2021 年 3 季度实现全民疫苗接种），我们认为疫苗对经济的提振将从 Q1-Q2 逐渐显现，并于 Q3-Q4 达到最大化，届时无论是经济的复苏、还是超常规货币政策提前退出的预期都将明显上升。因此，尽管下半年美国名义增速由于基数效应出现同比走弱，但预计美债利率也仍然能够维持震荡向上。

图 6：美国经济活动修复将呈 S 型

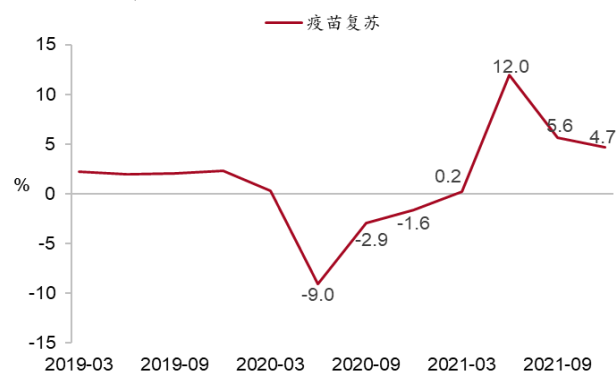
经济活动恢复形态猜想



资料来源：招商银行研究院

图 7：2021 年美国 GDP 同比将于二季度达到峰值

美国 GDP 同比增速



资料来源：Fred、招商银行研究院

三、资产配置：利率上行对大类资产的影响

（一）利率上行对大类资产的传导

美债利率作为宏观环境以及流动性的映射，是全球大类资产定价的锚之一，其运作方向以及变化快慢对其他大类资产都会产生引导作用或造成影响。

利率若进入上行周期，其背后反映的宏观环境往往对应着经济复苏、通胀回升或是流动性收紧。三种场景未必同时出现，但流动性的收紧则往往需要经济复苏或是通胀上行作为背景板。也就是说，利率的趋势性走高一般映射着复苏、过热或是滞胀的经济周期，大类资产也需沿着这 3 种宏观场景进行配置。在经济复苏以及过热期，风险资产（工业大宗、权益）表现往往好于避险资产（债券、黄金）；而在经济滞胀期，受益于通胀的商品类资产则往往强于权益以及债券类资产，市场也容易出现“股债双杀”的局面。

例如，2016-2018 年，美国经济、通胀均进入上行期，而美联储也同时收紧了货币政策（加息、缩表），市场交易复苏逻辑。彼时在长端利率上行的同时，风险资产诸如美股、工业品均表现亮眼，而黄金等避险资产则表现较差；1973-1974 年的第一次石油危机时期，美国经济经历了典型滞胀期，长端利率



在恶性通胀的推动下大幅上涨，大类资产则呈现典型的商品强势，而权益下跌的局面。

也就是说，长端利率是对经济、通胀溢价以及流动性的市场表达，其背后所代表的宏观、政策环境不同，对大类资产影响的方向也会有所差异。

另外，需要留意的是，若长端利率在短期内过快上行，市场产生较强的收紧预期，则有可能会通过估值的角度对权益等风险资产造成阶段性的负面冲击，这一点将于下文的权益部分详细阐述。

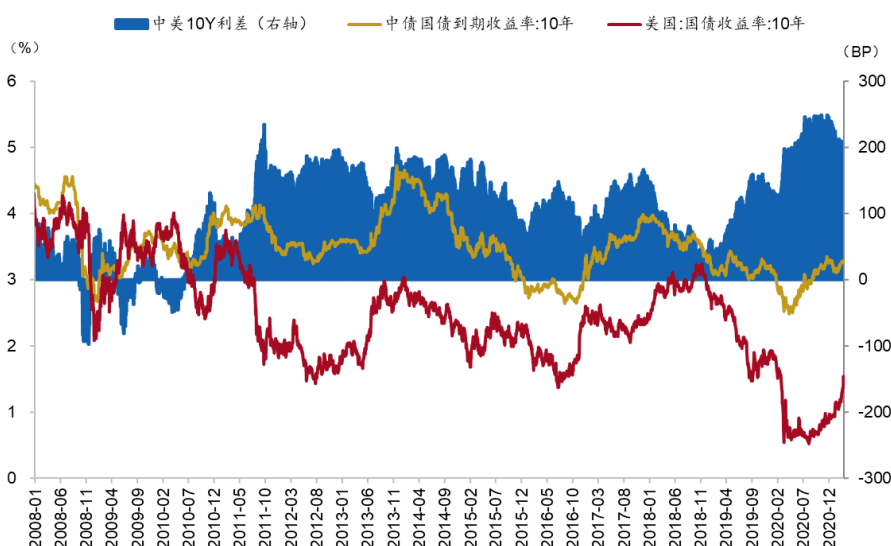
（二）利率上行对大类资产的影响

需要明确的是，这一轮利率上行的背后是市场在定价经济的复苏、以及再通胀预期，流动性尚未出现实质性的收紧，因此我们认为全球资本市场继续交易复苏以及再通胀的趋势不会改变，风险资产的表现总体将强于避险资产。

1. 中国国债：利率上行空间有限，Q2-Q3 或逐渐筑顶

金融危机之后，中美 10Y 国债利率虽偶有分化，但整体则呈现出趋势性的一致，其背后则隐含着中美经济周期运行的同步性。年初至今，美债、以及中债利率的上行均是市场对于经济修复延续、通胀预期迅速抬升以及流动性边际收紧（更多体现在中债）的市场体现。叠加近期美债利率的快速走高亦从情绪的角度对中债利率造成了上行压力。因此，短期来看，在美债利率将继续向上的背景下，中债长端利率整体也易上难下。

图 8：中债利率和美债利率近期出现同步上行



资料来源：Wind、招商银行研究院

但需要留意的是，由于今年中美经济在复苏节奏、空间上有所差异，我们认为中债利率的上行幅度、速率相对美债来说都较为有限，中债利率也有望在 Q2-Q3 逐渐筑顶。



首先，虽然今年是疫后复苏元年，但预计中国经济的整体恢复空间较为有限，对中债造成的负面冲击也相对较小。同时，由于中国经济在去年领先全球率先复苏，且疫苗接种对中国经济的边际拉动力不大，因此可能和海外经济的复苏节奏形成差异，中债利率或也将提前于美债利率出现筑顶形态。鉴于我们认为中国经济的真实运行形态（根据季调环比观察）将于 Q4 出现向下的拐点，中债利率也有望于 Q2-Q3 附近逐渐筑顶。

另外，尽管中美通胀预期均在近期有所抬升，但其中存在一定程度的分化和差异。我国 CPI 更多受到猪价以及食品价格波动的影响，在猪周期下行阶段，今年以 CPI 衡量的通胀压力预计不大，对货币政策的掣肘也会较小。

最后，尽管美债利率的震荡上行将在一定程度上给中债带来情绪影响，但考虑到中美利差仍然偏阔，美债利率向中债传导的安全垫较高，对中债的引导性力量预计相对有限。

2. 外汇：弱美元持续时间有限，人民币先强后弱

今年以来，美债利率的迅速拉升带动美欧利差明显走高，美元指数也因此出现了弱反弹行情。

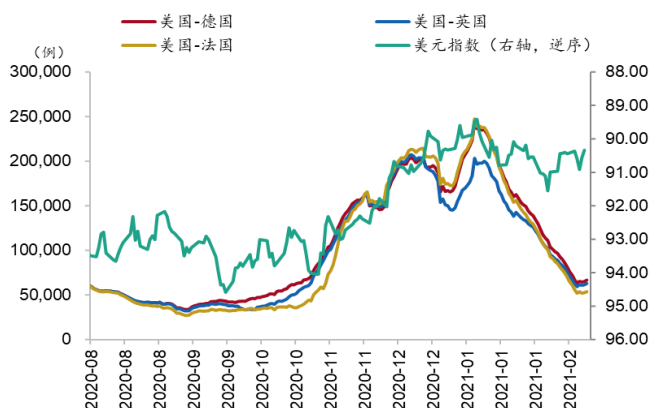
美元的变动属于相对概念，背后所折射的更多是“美欧差异”的演化。美债利率则往往通过引导美欧利差进而影响美元指数的走势。但需要留意的是，影响美指的因素诸多，除了对于利率的考量之外，同时也需要结合美欧经济差、货币政策差、双赤字、市场风险偏好等因素进行综合判断。

图 9：美欧利差上行



资料来源：Wind、招商银行研究院

图 10：美欧疫情剪刀差急剧缩窄



资料来源：Wind、招商银行研究院

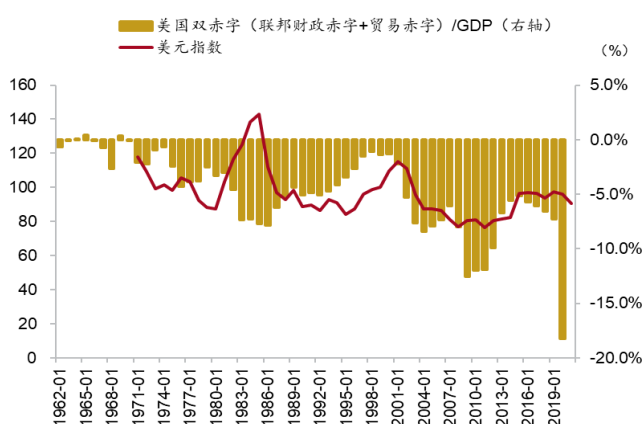
首先，我们认为美债以及欧债利率的上行趋势都已经确立，但考虑到美国在实现疫苗的规模接种后能够更快恢复经济，美债利率的上行速度、幅度预计均将高于欧债，美欧利差的上行趋势将由美债主导，利好美元。但需要留意的是，美元指数与美欧利差之间的确存在趋势上的一致性，但并不完全同步。也就是说，尽管美欧利差出现了向上的拐点，但并不一定代表着美元的拐点也将同步出现，开启强美元还需要其他利好因素的配合与强化。



其次，美欧疫情之间的剪刀差在今年急剧缩窄，同时美国的疫苗接种速率也要远远高于欧洲主要国家（除英国）。也就是说，去年利空美元的“欧强美弱”的疫情差逻辑已经被逐渐打破，这也将给美元带来支撑力量。

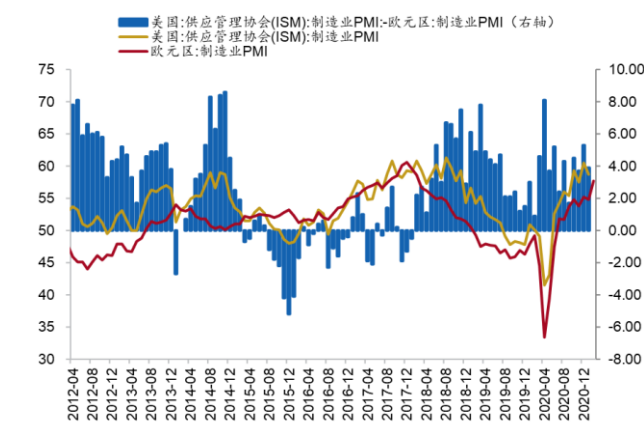
但需要留意的是，虽然近期美元指数的反弹有迹可循，但整体幅度有限，表明市场仍然受到部分利空因素的限制。例如，尽管目前市场对美国赋予了较高的经济恢复预期，但并未在经济数据方面得以验证（目前欧洲 PMI 数据仍然偏强）。此外，美欧央行均强调“宽松基调”，货币政策的差异化特征并不明显。另外，美国因大规模财政支出造成的“双赤字”问题以及全球风险偏好走高的逻辑对美元指数的拖累作用亦间或出现。

图 11：美国双赤字规模较高



资料来源：Wind、招商银行研究院

图 12：欧洲 2 月的 PMI 数据仍然偏强



资料来源：Wind、招商银行研究院

综合来说，由于利空美元的部分因素未必在短期内消散，因此我们很难判断年初至今的美元反弹就已经形成了熊转牛的拐点。但是，部分利多美元的逻辑已经逐渐确立，弱美元的持续时间预计较为有限，美元指数在今年或有望走出见底回升的形态。

对于人民币来说，考虑到中美利差在今年将逐渐缩窄，中国经济复苏的“领先性”优势降低，对人民币汇率的支撑力量减弱。同时考虑到美元有望在今年出现熊转牛的拐点，预计人民币也将呈现先强后弱的形态。

3. 黄金：实际利率修复上行，降低黄金配置比例

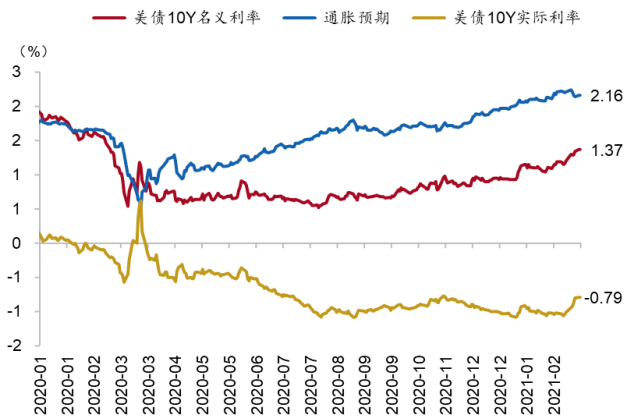
对于黄金来说，美债实际利率的变动是影响其定价的核心因素。去年 8 月到目前的大部分时间，美债名义利率的上行更多是由通胀预期所贡献，实际利率维持在相对低位。然而，近段时间一个关键的变化是，随着疫苗的接种进程稳步推进，叠加全球疫情的紧张程度有所缓解，经济复苏预期遭到强化，实际利率对名义利率的贡献增多，黄金亦明显承压下跌。

展望未来，随着疫苗得到广泛使用，在强化“复苏预期”的同时，市场也会逐渐定价超常规货币政策逐步退出的预期，美债名义利率、通胀均将进一步推高，而实际利率也可能会继续从深度负值的坑位中渐进修复，低美元实际利



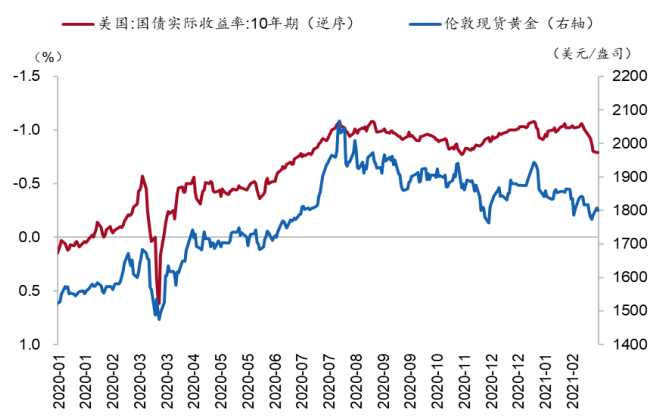
率驱动金价上行的逻辑已经被破坏。因此，建议降低黄金的配置比例，投资者也可以考虑以保值策略作为主要思路，例如配置保值看涨金等。

图 13：实际利率对名义利率的贡献开始增多



资料来源：Wind、招商银行研究院

图 14：黄金跟随实际利率上行出现下跌



资料来源：Wind、招商银行研究院

4. 权益：美股若高位回调应为短期行为，对 A 股存在情绪影响

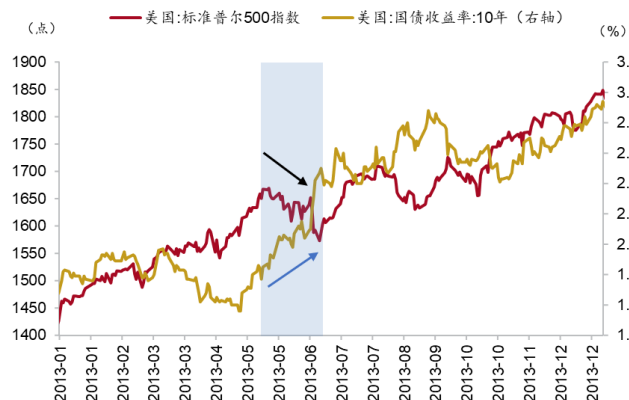
随着利率不断上冲，市场逐渐开始担忧美股会因此受到持续性的估值压力，甚至出现较大幅度的下跌。但通过梳理历史数据（金融危机后）来看，美股的确会因为利率过快上行而造成下跌影响，但这种下跌的幅度、以及持续时间都相对有限，美股在回调后也均重新回到了上行通道当中。因此，仅以美债利率上行作为美股进入熊市的逻辑我们认为过于单薄且缺乏数据支撑。

从历史数据来看，近年来因美债利率上行导致美股出现短期下跌的现象分别出现在 2013 年和 2018 年。

2013 年 5 月，伯南克释放 QE 缩减信号，引发市场出现“缩减恐慌（Taper Tantrum）”，美债利率在迅速上冲的同时也对美股产生了阶段性的负面冲击，标普 500 指数在此次冲击中下跌幅度近 6%，持续时间为 1 个月左右，随后则再次回到了上行趋势当中。

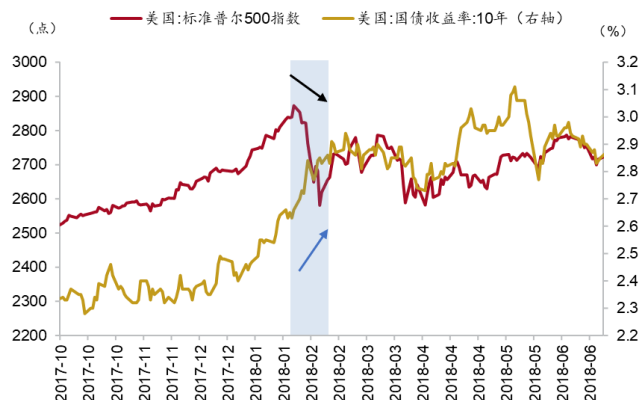
2018 年初，由于美联储对经济前景抱有较强的乐观预期，释放了超预期的鹰派信号，强化了市场对于美联储全年将多次加息的预期。美债利率因此快速冲高，标普 500 在此期间出现急跌，整体跌幅达到 10%，持续时间为半个月左右，随后亦同样重新回到上行趋势当中。

图 15：2013 年出现缩减恐慌，美股阶段性下跌



资料来源：Wind、招商银行研究院

图 16：2018 年美联储态度鹰派，美股阶段性下跌



资料来源：Wind、招商银行研究院

如果抛掉短期影响，实际上，自金融危机以来，美债利率的上行往往与美股呈现趋势性同步。

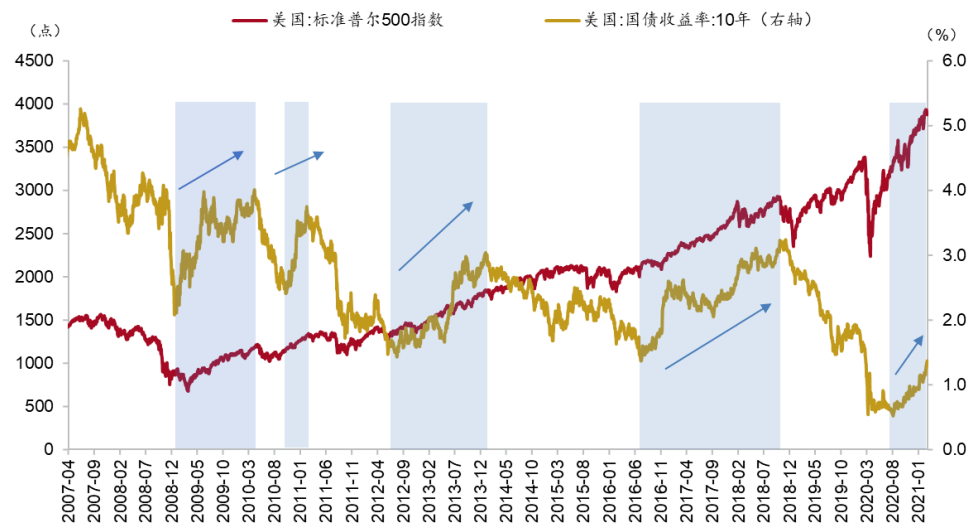
究其原因，首先，全球已经进入低通胀时代，因滞胀所造成的流动性收紧、盈利预期下滑到权益下跌的逻辑链条在近十几年内鲜少出现。近年来，长端利率的上行更多是由经济复苏或是通胀修复推动。也就是说，尽管利率向上会对股市的估值端带来负面冲击，但盈利预期的改善却消化了这部分损失，美股与美债利率因此呈现同步上行。

其次，自金融危机以来，美联储每一次的收紧动作都显得相对“温和”，对市场的预期管理、沟通也都做的相对充分，带给市场的全面性估值压力不高，因流动性过紧造成的市场下跌也几乎都变成了“短期行为”。

因此，对于当下估值偏高的美股来说，若美债利率因通胀超预期修复、或是美联储释放边际收紧预期而继续快速拉升的话，我们不排除美股会出现阶段性回调，交易型投资者需留意其中的高波动风险。但是，在全球共振复苏的大背景下，海外权益市场确定性加强，在阶段性的扰动后预计美股仍将继续回到强势区间当中。



图 17：金融危机以来，美债利率上行往往与美股上涨呈现趋势性同步



资料来源：Wind、招商银行研究院

对于 A 股来说，若美股因为利率冲高而出现阶段性下跌，A 股也将因此受到情绪上的利空影响，这一风险需要留意。但以中期趋势来说，A 股的未来走势仍需回归到对自身基本面、以及国内货币政策的判断上。

另外，在通胀预期抬升的大背景下，尽管市场流动性预期相对谨慎，但部分直接受上游原材料涨价影响的周期类行业（有色、钢铁等）预计将受益于盈利预期改善的逻辑而出现股价上行。同时，2 月下旬的市场表现已有所印证，A 股市场已经出现明显的风格切换现象，即前期表现强势的热门股（如食品饮料、休闲服务等）跌势明显，而周期板块（如钢铁、有色、化工、建筑装饰等）升势显著。展望未来，尽管资金面难言宽松，但通胀上行的趋势或将延续，一定程度上仍有望为顺周期行业的表现提供良好环境。

免责声明

本报告仅供招商银行股份有限公司（以下简称“本公司”）及其关联机构的特定客户和其他专业人士使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本公司可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经招商银行书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“招商银行研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

未经招商银行事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

招商银行版权所有，保留一切权利。

招商银行研究院

地址 深圳市福田区深南大道 7088 号招商银行大厦 16F（518040）

电话 0755-22699002

邮箱 zsyhyjy@cmbchina.com

传真 0755-83195085



更多资讯请关注招商银行研究微信公众号
或一事通信息总汇